



PAR **DIDIER SAINT-GEORGES**

*Membre du comité d'investissement*

## L'Europe malheureuse

Sans prétendre se livrer à une analyse politique, tout investisseur européen contemplant le rebond de plus de 50% des marchés actions européens depuis deux ans doit s'interroger sur la signification économique des résultats des élections du 25 mai. En envoyant au Parlement européen environ 140 députés, soit 25% de l'hémicycle, opposés à la construction européenne, l'opinion publique exprime un degré de protestation jamais atteint depuis la création de l'Union il y a vingt-deux ans. Après cinq années de crise, la performance

### « LES RÉSULTATS DES ENTREPRISES EUROPÉENNES N'ATTEIGNENT ENCORE QUE 55% DE LEURS NIVEAUX D'AVANT CRISE »

de l'économie réelle apparaît en effet globalement désastreuse : une croissance moyenne de moins de 1%, un niveau de chômage de près de 12%, soit 26 millions de citoyens. Cette situation trouve logiquement sa traduction dans le succès de la rhétorique populiste et son cortège d'accusations en vrac à l'égard du marché, de Bruxelles, de Francfort, des banques, des riches, des immigrés, etc. L'impéritie des gouvernements ne peut ignorer ce coup de semonce. Et l'investisseur ne peut faire l'économie d'une réflexion sur l'absence de dynamique de croissance européenne.

Il est clair que le traitement de la crise aux Etats-Unis fut beaucoup plus rapide qu'il ne le fut en Europe. Les enseignements des exemples suédois et japonais des années 1990 étaient pourtant disponibles pour tous, mais ils ont visiblement été bien mieux observés aux Etats-Unis (notamment l'impératif de remettre rapidement les banques sur pied, pour faciliter la transmission d'une politique monétaire extrêmement accommodante). Ce retard devrait enfin être comblé prochainement en Europe, à la fois par l'achèvement de la remise à niveau des ratios de capitalisation des banques, suite à l'« Asset Quality Review » en cours, et par la mise en œuvre par la BCE d'une politique monétaire radicalement non conventionnelle. Ce rôle accru du banquier central est essentiel, et constitue une condition décisive au redressement. Mais il faudra davantage pour assurer la reprise de la croissance de l'économie réelle.

Une simple observation résume le retard pris par l'économie européenne : en 2013, les résultats des entreprises européennes n'atteignaient encore que 55% de leurs niveaux de 2007 (résultats par action des entreprises de l'Eurostoxx 600). Cette même année, les résultats des entreprises américaines (les 500 entreprises de l'indice S&P) dépassaient déjà de 30% les niveaux atteints avant crise. Pas étonnant dès lors que l'investissement, la consommation et donc l'emploi soient en panne en Europe. La réduction des charges qui

pèsent sur les entreprises est donc indispensable, financée par une réduction des dépenses publiques, pour soutenir l'augmentation des marges nettes (au plus bas depuis 2002, quand elles sont aujourd'hui au plus haut aux Etats-Unis). C'est effort



© www.thinkstock.com

est assez largement engagé, (même en France semble-t-il !) mais il ne pourra être que très progressif. Quant aux volumes d'activité, qu'est-on en droit d'espérer pour les entreprises européennes ?

Un léger rebond de la demande domestique a pu être observé depuis le printemps dernier dans la zone euro, à la faveur d'une stabilisation de la pression fiscale. Toutefois, l'ampleur de cette amélioration demeurera limitée par la faiblesse du marché de l'emploi, et la très faible marge de manœuvre budgétaire des Gouvernements. Cette apathie de la demande domestique propulse donc la recherche de croissance externe comme principal levier de reprise.



Le spectaculaire redressement de la balance des paiements courants de la zone euro depuis mi-2012, qui affiche même un surplus historique ces derniers mois, est bien l'indicateur de cette tendance. Ce progrès explique d'ailleurs en partie la résilience de l'euro sur cette période, que seulement certains pays ont réussi à compenser par des gains de compétitivité spectaculaires.

Le Portugal est, avec l'Espagne, un bon exemple de reconstitution de compétitivité externe par une « dévaluation » de son économie (baisse des salaires, destruction d'emplois). Le taux de change réel de l'euro (mesuré en coût salarial) pour le Portugal est revenu à ses niveaux de 1999, ce qui a nourri un fort rebond de ses exportations, aujourd'hui 15% au-dessus de ses niveaux de 2007. Ces progrès ont permis à l'investissement de redémarrer et, le pays est aujourd'hui, comme l'Espagne, sorti de la récession. Ajoutés à des réformes structurelles du droit du travail et de l'impôt sur les sociétés, ces progrès ont permis au Portugal le mois passé, dans la foulée de l'Irlande, de sortir de la tutelle du plan d'aide internationale mis en place en mai 2011. Toutefois, ne nous méprenons pas sur la portée de ce succès. D'abord l'énorme coût social de cette dé-

## « LA LENTEUR DE LA REPRISE MAINTIENT L'EUROPE DANS UNE SITUATION PARTICULIÈREMENT VULNÉRABLE AUX CHOCS EXTERNES »

valuation économique, qu'a connue aussi l'Espagne, ne peut plus être aujourd'hui une perspective politique acceptable pour d'autres pays de la zone euro. Par conséquent, un euro plus compétitif est devenu indispensable. D'autre part, la sortie du plan d'aide internationale ne libère pas de la poursuite de la rigueur budgétaire (même si le Parti Socialiste, qui a remporté les élections Européennes au Portugal, revient au pouvoir lors des élections d'octobre 2015, le contrôle d'une dette publique représentant 130% du PIB maintiendra la contrainte fiscale). Ainsi, même les pays désormais vertueux ne peuvent désormais proposer qu'une trajectoire de

reprise très lente de la croissance de leurs économies. D'autant que, dans le même temps, l'économie globale n'accélère pas. Comme nous l'anticipons dans notre Note d'avril (« Par temps clair on aperçoit la locomotive américaine ») les Etats-Unis ressortent certes sereinement du trou d'air du premier trimestre, et afficheront probablement en 2014 une croissance de l'ordre de 2,5%, bien au-delà du rythme européen. Mais, cette cadence, associée au ralentissement émergent ne permettra pas au commerce extérieur de compenser pour l'ensemble de la zone Euro la faiblesse de la demande domestique.

***"Une intégrité indiscutable est la qualité suprême du leadership. Sans elle, aucun succès réel n'est possible"***

Dwight D. Eisenhower

Les dirigeants Européens n'ont donc d'autres choix que de corriger les erreurs de gestion du passé en continuant (ou entamant) courageusement les réformes structurelles indispensables. La croissance économique va donc, au mieux, demeurer grevée par la contrainte du désendettement. Mais la confiance des citoyens peut néanmoins être regagnée par l'articulation d'une vision et d'une action claire. Le succès de Matteo Renzi aux élections européennes indique que cette proposition est une alternative crédible à la démagogie. Pour ce qui est du projet européen, nul doute que l'amélioration de sa gouvernance est indispensable, afin qu'il ne soit plus vécu seulement comme une contrainte pour les Etats mais comme un atout. Comme le dit très justement Michel Barnier, sans son appartenance à une Europe forte, aucun des pays européens seul, ne sera dans le G8 en 2050.

Pour l'investisseur, une même confiance lucide se justifie. Pour ce qui nous concerne, nous maintenons notre confiance dans l'amélioration progressive de l'économie européenne, reflétée dans nos positions en dettes souveraines italiennes, espagnoles, portugaises, et dans les obligations privées du secteur financier. Mais, lucides sur les perspectives de croissance, qui y sont beaucoup plus faibles qu'ailleurs, nous sommes principalement positionnés sur les actions des leaders globaux, capables de résister aux

pressions déflationnistes. Aussi notre enthousiasme va principalement vers certains thèmes transversaux (notamment dans les secteurs de l'énergie, la technologie, la santé), et des dynamiques locales très fortes comme en Inde, où nous jugeons l'élection de Narendra Modi au poste de Premier Ministre véritablement transformante. Enfin, nous restons vigilants, car la lenteur de la reprise maintient l'Europe dans une situation particulièrement vulnérable aux chocs externes.

*Achévé de rédiger le 03/06/2014*



### LES DEVISES

Les déclarations de Mario Draghi sur l'incidence de la hausse de l'Euro quant à l'objectif d'inflation et de stabilité des prix au sein de l'union monétaire, ainsi que sur des actions concrètes à attendre de la part de la banque centrale européenne début Juin, ont contribué à faire sensiblement refluer la monnaie unique au cours du mois. Notre stratégie de change favorisant le dollar en a pleinement profité. Nous avons accompagné ce mouvement en prenant une partie de profits sur notre exposition au billet vert. Nous avons en parallèle neutralisé notre positionnement sur le yen japonais au sein de Carmignac Patrimoine (avec une exposition totale de 7.7% en fin de mois) dans un contexte de visibilité plus faible quant à l'attitude de la Banque Centrale du Japon. A fin mai notre allocation au dollar américain est restée élevée à 62% dans Carmignac Patrimoine et 72% dans Carmignac Investissement.

↓	26.26	12:18:08	↑
↓	31.84	12:18:08	↑
↓	57.51	12:18:14	↑
↓	16.49	12:18:06	↑
↓	18.84	12:17:55	↑
↓	54.00	12:17:32	↑
↓	7.14	12:17:28	↑
↓	10.10	12:18:15	↑
↓	17.12		↑

### LES TAUX

Les taux souverains européens ont brièvement interrompu leur processus de convergence en milieu de mois (les taux allemands chutant à près de 1.3% tandis que les taux italiens et espagnols repassaient au-dessus de 3%). Ce brusque mouvement, intervenu sur fond de statistiques de croissance décevantes au sein de la zone Euro au premier trimestre 2014, s'est corrigé dans la deuxième partie du mois. Nous continuons de croire à la réduction de la prime de risque des emprunts périphériques par rapport aux emprunts refuge et avons en conséquence maintenu nos positions sur les obligations souveraines de l'Europe du sud. Nous avons toutefois profité du rebond des rendements italien et espagnol pour lever une partie de nos couvertures sur le risque de taux d'intérêt (réduction

de nos positions vendeuses sur les obligations souveraines américaines). Nous avons enfin continué à prendre nos profits sur les obligations privées américaines pour nous concentrer sur les obligations privées européennes, en particulier du secteur financier. En fin de mois la sensibilité globale de Carmignac Patrimoine s'établit ainsi à +4.4. Les sensibilités de Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Global Bond, Carmignac Sécurité et Carmignac Capital Plus s'établissent enfin à respectivement +2.4, +1.0, +1.4 et +2.1.



### LES ACTIONS

Les actions globales ont connu un nouveau mois de hausse en mai, tirées en particulier par les pays émergents. La Russie et l'Inde se sont particulièrement distinguées sur fonds d'apaisement des tensions en Ukraine et d'élection du réformateur Narendra Modi comme nouveau Premier Ministre de l'Inde. Nos positions indiennes dans les banques (ICICI), les infrastructures (GMR, Larsen&Toubro) ou la consommation (United Spirits) ont ainsi été parmi les principales contributrices à la performance mensuelle. En Europe nous avons sensiblement réduit le poids de notre thématique sur la stabilisation de l'économie de la zone, en cédant la plupart de nos positions bancaires (Banca Intesa, Unicredito, Société Générale) suite à leur remarquable parcours boursier. Nos positions européennes restent ainsi concentrées sur des leaders mondiaux comme Novartis, Richemont, Volkswagen, opérant dans des industries bien structurées et bénéficiant d'une forte capacité à passer des hausses de prix. Cette caractéristique nous semble primordiale dans le contexte des pressions déflationnistes affectant la zone Euro.



### LES MATIÈRES PREMIÈRES

Carmignac Commodities a enregistré une performance solide sur le mois, surperformant à nouveau son indicateur de référence. Le fonds continue de bénéficier à plein de son exposition au secteur de l'énergie. Nous avons par ailleurs continué d'identifier et d'investir dans des valeurs prometteuses connexes au secteur des matières premières. Nous avons ainsi construit en cours de mois une position sur la valeur de biens d'équipement suisse Sulzer, une société qui produit entre autres des pompes pour le secteur pétrolier.



### FONDS DE FONDS

Nos fonds de fonds ont enregistré une performance positive sur le mois, quoiqu'en retrait par rapport à leur indicateur de référence. L'augmentation de l'exposition en cours de mois jusqu'au maximum autorisé dans chaque fonds a contribué à cette performance.

# Carmignac's Note

## PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	2014	1 an	3 ans	5 ans
<b>Carmignac Investissement A EUR acc</b> <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	<b>991,24</b>	<b>-1,70%</b>	<b>4,34%</b>	<b>18,86%</b>	<b>42,40%</b>
		5,24%	11,27%	31,68%	82,83%
<b>Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc</b> <i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	<b>170,71</b>	<b>8,62%</b>	<b>14,15%</b>	<b>23,92%</b>	<b>62,13%</b>
		6,75%	17,60%	28,31%	73,20%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc</b> <i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	<b>269,60</b>	<b>12,98%</b>	<b>27,49%</b>	<b>52,12%</b>	<b>102,30%</b>
		6,41%	23,04%	30,93%	104,07%
<b>Carmignac Emergents A EUR acc</b> <i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	<b>735,00</b>	<b>3,65%</b>	<b>-1,28%</b>	<b>7,11%</b>	<b>58,11%</b>
		4,40%	-0,97%	-4,15%	42,57%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc</b> <i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	<b>1 160,29</b>	<b>7,91%</b>	<b>-1,32%</b>	<b>9,34%</b>	<b>65,18%</b>
		6,37%	-2,42%	-3,61%	55,14%
<b>Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc</b> <i>Indicateur Carmignac Commodities*</i>	<b>284,97</b>	<b>7,19%</b>	<b>7,10%</b>	<b>-22,91%</b>	<b>24,21%</b>
		4,27%	6,34%	-8,51%	29,96%
<b>Carmignac Patrimoine A EUR acc</b> <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<b>575,44</b>	<b>0,90%</b>	<b>1,00%</b>	<b>14,33%</b>	<b>22,54%</b>
		5,22%	6,07%	21,69%	52,82%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc</b> <i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	<b>101,11</b>	<b>4,28%</b>	<b>-7,82%</b>	0,13%	-
		5,19%	-3,62%	2,46%	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc</b> <i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalisé</i>	<b>316,55</b>	<b>4,16%</b>	<b>4,01%</b>	<b>15,68%</b>	<b>28,79%</b>
		3,21%	10,30%	10,92%	21,04%
<b>Carmignac Investissement Latitude A EUR acc</b> <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	<b>240,44</b>	<b>-4,60%</b>	<b>-2,03%</b>	<b>16,83%</b>	<b>29,28%</b>
		5,24%	11,27%	31,68%	82,83%
<b>Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc</b> <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	<b>176,02</b>	<b>-1,52%</b>	<b>-4,12%</b>	<b>16,25%</b>	<b>34,62%</b>
		5,24%	11,27%	31,68%	82,83%
<b>Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc</b> <i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<b>196,56</b>	<b>-0,74%</b>	<b>-4,05%</b>	<b>13,93%</b>	<b>25,50%</b>
		5,23%	8,76%	26,95%	67,89%
<b>Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc</b> <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	<b>165,23</b>	<b>0,71%</b>	<b>-3,22%</b>	<b>10,99%</b>	<b>17,58%</b>
		5,22%	6,07%	21,69%	52,82%
<b>Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc</b> <i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	<b>1 151,00</b>	<b>5,77%</b>	<b>0,26%</b>	<b>21,26%</b>	<b>15,10%</b>
		5,35%	-0,22%	9,94%	24,27%
<b>Carmignac Sécurité A EUR acc</b> <i>Euro MTS 1-3 ans</i>	<b>1 695,25</b>	<b>1,63%</b>	<b>2,72%</b>	<b>9,71%</b>	<b>17,98%</b>
		1,03%	1,86%	8,07%	10,54%
<b>Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc</b> <i>Eonia Capitalisé</i>	<b>1 158,59</b>	<b>1,52%</b>	<b>2,16%</b>	<b>10,88%</b>	<b>13,82%</b>
		0,09%	0,15%	0,96%	2,00%
<b>Carmignac Court Terme A EUR acc</b> <i>Eonia Capitalisé</i>	<b>3 764,24</b>	<b>0,09%</b>	<b>0,22%</b>	<b>1,34%</b>	<b>2,35%</b>
		0,09%	0,15%	0,96%	2,00%

\* 45% MSCI ACWF Oil and Gaz NR (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest NR (Eur) et 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) depuis le 01/07/2013. Rebalancé annuellement depuis le 01/01/2012.

Source : Carmignac Gestion au 30/05/2014.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps. Ce document ne constitue pas un conseil en investissement ni une analyse financière. Carmignac Gestion ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base des informations contenues dans ce document. Jusqu'au 31/12/2012, les indices « actions » des indicateurs de référence étaient calculés hors dividendes. Depuis le 01/01/2013, ils sont calculés dividendes nets réinvestis et leurs performances sont présentées selon la méthode du chaînage.